BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– January 2003 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 21 January 2003 and updates the October 2002 Monetary Policy Report.

At the time of the October *Monetary Policy Report*, the Bank projected that core inflation would rise in the fourth quarter of 2002, reflecting a combination of one-off factors—including the rise in insurance premiums—and the "echo effect" from developments towards the end of 2001. It was expected that the overall impact of these factors would peak in the fourth quarter, with core inflation reaching about 3 per cent at year-end, and that these effects would diminish through 2003. Thus, core inflation and total CPI inflation were expected to return to 2 per cent in the second half of 2003.

Rates of inflation since the October *Report* have come in somewhat higher than expected. This reflects not only a stronger-than-expected increase in insurance premiums but also some broadening of price pressures.

After expanding significantly faster than potential during the first half of 2002, the Canadian economy slowed to a growth rate close to potential in the second half of the year. With this slowdown, the level of economic activity in Canada has remained near capacity since mid-year. Indeed, the higher-than-expected rates of inflation, together with various

Highlights

- Rates of inflation have risen somewhat more than expected at the time of last October's *Monetary Policy Report*.
- Stronger-than-expected increases in insurance premiums and some broadening of price pressures, possibly reflecting an economy operating closer to capacity than previously believed, account for this higher inflation outcome.
- While conditions in financial markets have improved, and it is assumed that they will continue to do so, significant geopolitical and global economic uncertainties remain.
- In the Bank's base-case projection for the Canadian economy, demand pressures are expected to strengthen in the second half of 2003 and into 2004, following growth at slightly below potential in the first half of this year.
- With the stance of monetary policy currently very stimulative, a reduction of stimulus will be required in order to return inflation to the 2 per cent target over the medium term.

measures of capacity pressures, may be indicating that the economy is operating closer to capacity than the Bank had previously believed.

The slowdown in economic growth in the second half of 2002 reflected the effects of financial and geopolitical uncertainties and weakness in the global economy. While conditions in financial markets have improved, and it is assumed that they will continue to do so, significant geopolitical and economic uncertainties remain. In these circumstances, the Bank left the target overnight rate unchanged at 2.75 per cent on 3 December and on 21 January (Chart 1).

On the geopolitical front, our base-case projection for economic growth in Canada this year assumes that the uncertainties regarding Middle East tensions will dissipate in the second half of 2003. It must be recognized, however, that economic outcomes globally and in Canada could be significantly affected by how events in the Middle East actually unfold.

In the Bank's base case, the Canadian economy is expected to grow near potential in 2003. As a result, activity levels in Canada are expected to remain close to capacity. Core and total inflation are projected to decline through the year as the effects of the one-off factors diminish, but they will likely still be above 2 per cent at the end of 2003, higher than expected at the time of the October *Report*.

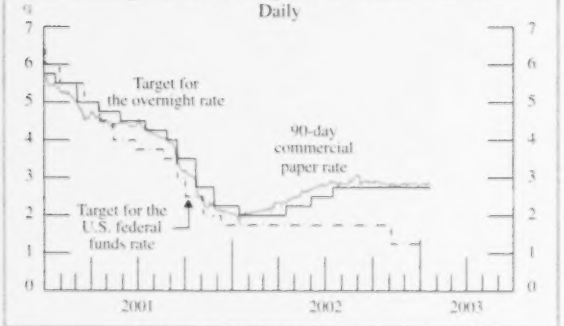
Overall, with the stance of monetary policy currently very stimulative, a reduction of stimulus will be required in order to return inflation to the 2 per cent target over the medium term. A number of elements, however, will come into play in determining the pace of increase in policy interest rates.

First, although much of the recent increase in inflation has been the result of one-off factors, the possibility that demand pressures are becoming more prominent cannot be ruled out. Second, the Bank must guard against the risk that inflation persistently above the 2 per cent target might lead to an increase in the expected trend of inflation. Third, although we have seen an improvement in financial conditions, business and investor confidence remain fragile because of uncertainty concerning the geopolitical situation. Fourth, the way in which developments in the Middle East unfold could affect demand and inflation, both globally and in Canada, through various channels. (See Annex.)

Chart 1

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

Daily

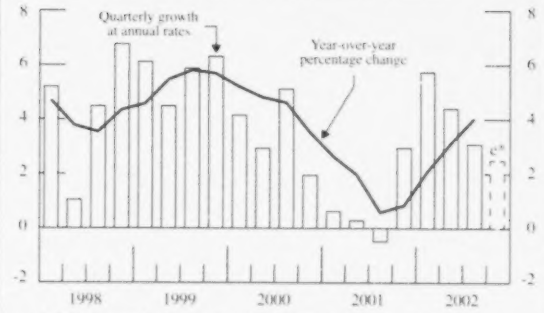


Recent Economic and Financial Developments

In the second half of 2002, Canada's economic growth eased from the very strong pace registered earlier in the year. Real GDP (Chart 2), after rising at an annual rate of 5.1 per cent in the first half of 2002, is estimated to have advanced at a rate close to 3 per cent in the second half.

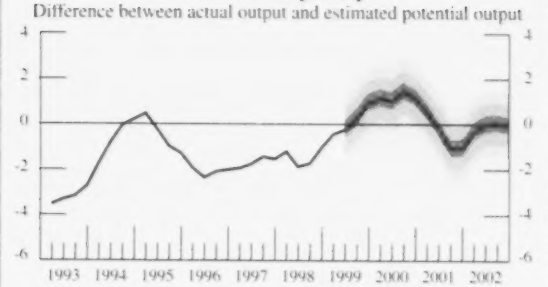
With the significant monetary stimulus provided by low interest rates, household spending rose strongly in 2002. Expenditures by businesses on machinery and equipment also recovered significantly. Increased uncertainty about the

Chart 2
Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Chart 3
Estimated Output Gap*
Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the fourth quarter of 2002 is based on a projected rise in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

economic outlook, however, held back the pace of non-residential construction and inventory accumulation in the second half of the year. Although growth in Canada's exports was robust through most of 2002, it appears to have eased towards year-end because of the slowdown in the rate of economic expansion in the United States.

Conditions in financial markets have improved since the last *Report*. Equity prices in both Canada and the United States have recovered from their October lows, and volatility in equity and bond markets has declined. Spreads between yields on corporate and government bonds have narrowed but are still at high levels, particularly for riskier borrowers. For their part, banks have remained cautious in their lending to large corporate borrowers. Nonetheless, higher-quality borrowers have access to financing through debt capital markets at interest rates that are now near 10-year lows.

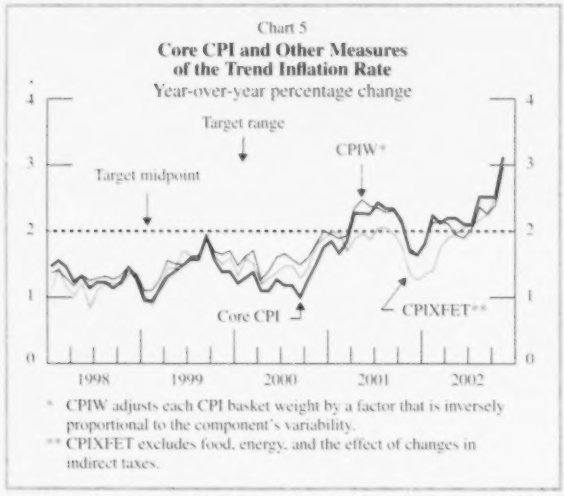
Estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that levels of activity have been close to full production capacity since mid-2002 (Chart 3). A number of other indicators are consistent with this assessment, including the rate of capacity utilization in the non-farm goods-producing sector, the cyclical position of profit margins, and the proportion of firms reporting shortages of skilled labour in the survey conducted by the Bank's regional offices.

However, other labour market indicators suggest somewhat greater slack than the conventional measure of the output gap. In particular, the substantial increases in employment since the beginning of 2002 seem to have been met largely through an increased supply of labour, as evidenced by a marked increase in the participation rate and the absence of pressure on wages.

The higher-than-expected rate of core inflation also raises the possibility that there is less slack in the economy than the Bank estimated at the time of the October *Report*.

Core inflation was 3.1 per cent in November, higher than the level anticipated at the time of the October *Report* (Chart 4). Other measures of trend inflation that the Bank follows closely also rose to about the same rate (Chart 5).

Several one-off factors helped push core inflation up in the fourth quarter of



2002. Substantial increases in the premiums for both auto and home insurance contributed 1.0 percentage point to core inflation in November. Year-to-year increases in electricity prices in Ontario, while easing somewhat since August, remained high.[1] Also contributing was the echo effect of the temporary price discounting in the fourth quarter of 2001.

1. Electricity prices in Ontario are expected to have fallen sharply in December as a result of a temporary rebate. This should result in a dip in core inflation followed by a reversal in January.

At the same time, a combination of cost increases and strong demand is exerting upward pressure on prices in some sectors, such as shelter, food, and some services. More broadly, the fact that the various one-off relative price increases are having a large impact on measures of trend inflation reflects an underlying firmness in the price-setting environment.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 4.3 per cent in November, up from 2.6 per cent in August. This marked increase relative to the core rate chiefly reflected substantial increases in the consumer prices of gasoline, fuel oil, and natural gas.

Economic Prospects

Prospects for economic growth in 2003 for the United States, the major overseas economies, and the emerging markets have moderated somewhat since the October *Report*. However, we continue to expect global economic growth to pick up appreciably in the second half of the year and into 2004.

U.S. economic growth, after slowing in the fourth quarter of last year by more than projected, should regain its momentum in 2003, supported by ongoing stimulative policies. In particular, if financial conditions continue to improve, the U.S. economy is expected to outpace growth in capacity in the second half of the year, aided by a strengthening in capital spending. On an average annual basis, U.S. real GDP should increase by almost 3 per cent in 2003.

In Europe, the lower projection for growth in real GDP in 2003 reflects sluggish domestic demand and slow recovery in the export sector. In Japan, a gradual recovery should continue this year, but at a slower pace than expected at the time of the last *Report*, given weaker external

103-02854/

demand. In the rest of Asia, economic growth is expected to remain relatively strong.

For Canada, the Bank's base case projects that economic growth in 2003 will average close to the growth in potential output, which is estimated at 3 per cent. This projection is a little lower than the most recent average private sector consensus forecast for 2003; it is also slightly below that indicated in the October *Report*, largely as a result of the slower growth prospects for the U.S. and overseas economies. Nonetheless, we anticipate increased demand pressures in the second half of 2003 and into 2004, following growth at slightly below potential in the first half of this year.

The Bank expects that the level of risk premiums in financial markets will continue to decline as corporate profitability and investor confidence solidify. This should improve the environment for business investment.

The Outlook for Inflation

While the core rate of inflation will likely remain well above the 2 per cent midpoint of the target range in the near term because of the one-off factors described above, the combined effect of these factors is likely to have largely run its course by early 2004.

The echo effect on the core rate arising from the unusual price discounting in the fourth quarter of 2001 should disappear by the end of the first quarter of 2003. The recently announced return to regulated pricing of electricity in Ontario implies that the upward pressure on core inflation from electricity prices should continue to ease in coming months. The upward movement in insurance premiums, however, is now expected to be more persistent than had been anticipated earlier. And the effects of the drought in western Canada and elsewhere are putting pressure on the prices of some food components of the core CPI.

With a reduction in the amount of monetary stimulus, the level of output is projected to remain close to capacity during 2003 and into 2004. As a result, we do not expect persistent pressure on inflation from the demand-supply balance. Overall, core inflation is projected to move down to 2 per cent in early 2004.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in crude oil prices. If oil prices were to stay near their current high levels of just over US$30 per barrel, total CPI inflation could move up to between 4.0 and 4.5 per cent in the first quarter of 2003. In the second half of the year, if oil prices ease back, consistent with current market expectations, total CPI inflation would move down, back in line with core inflation.

With the persistence of high rates of inflation, there is a risk of an increase in inflation expectations. If this were to occur, inflation pressures would be stronger and the need for policy action by the Bank would be correspondingly greater.

Annex

The Effect of Hostilities in the Middle East

The possible outbreak of a major military conflict in the Middle East constitutes a particularly important source of uncertainty at this time. The effects of such a conflict on the Canadian and global economies are difficult to determine with any precision, since they depend on a variety

of factors, including the timing, length, and severity of any action. A short, decisive conflict, or an early non-military resolution of the dispute, could reduce geopolitical uncertainties fairly rapidly. On the other hand, a prolonged major military conflict could intensify uncertainty regarding the world economic outlook and adversely affect consumer and business confidence. In this last case, petroleum supplies could be seriously disrupted, resulting in higher oil prices, which would restrain world economic activity. Such a price rise would also raise the value of Canadian oil exports and feed into higher total CPI inflation. Finally, higher military spending could provide significant stimulus to U.S. aggregate demand.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 2003 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 21 janvier 2003 et constitue une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire *publié en octobre 2002*

Au moment de la rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre dernier, la Banque prévoyait que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmenterait au quatrième trimestre de 2002 sous l'influence de divers facteurs ponctuels, dont la hausse des primes d'assurance, et de l'effet d'écho de certaines conditions observées vers la fin de 2001. On s'attendait à ce que l'incidence globale de ces facteurs culmine au quatrième trimestre, faisant grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence à 3 % environ à la fin de l'année, et à ce que cette incidence s'atténue tout au long de 2003. On estimait ainsi que le taux d'accroissement de l'indice de référence et celui de l'IPC global redescendraient à 2 % au second semestre de 2003.

Les taux d'inflation enregistrés depuis la parution du *Rapport* d'octobre ont été quelque peu supérieurs aux prévisions, ce qui est attribuable non seulement à un relèvement plus important que prévu des primes d'assurance, mais aussi à une certaine généralisation des pressions sur les prix.

Le rythme de croissance de l'économie canadienne, qui avait été beaucoup plus rapide que celui de la production potentielle au premier semestre de 2002, s'est ralenti pour revenir à un taux proche de ce dernier durant la seconde moitié de l'année. Sous l'effet de cette baisse de régime, le niveau de l'activité économique au pays est demeuré

Faits saillants

- Les taux d'inflation ont augmenté un peu plus que ce que l'on prévoyait au moment de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre dernier.
- Cette hausse de l'inflation supérieure aux attentes est attribuable à un relèvement plus important que prévu des primes d'assurance et à une certaine généralisation des pressions sur les prix, ce qui pourrait indiquer que l'économie tourne plus près des limites de sa capacité que la Banque ne l'avait d'abord cru.
- Bien que la situation sur les marchés financiers s'améliore — et l'on suppose qu'elle continuera de le faire —, il subsiste d'importantes incertitudes d'ordre géopolitique et économique.
- Dans le scénario de référence de la Banque concernant les perspectives de croissance du Canada, on s'attend à ce que la demande se renforce au second semestre de 2003 et dans les premiers mois de 2004, après un premier semestre où l'économie aura tourné légèrement en deçà des limites de sa capacité.
- Comme les conditions monétaires sont actuellement très expansionnistes, une réduction de la détente en place sera nécessaire pour que l'inflation revienne à la cible de 2 % à moyen terme.

près des limites de la capacité de production depuis le milieu de 2002. De fait, les taux d'inflation plus élevés que prévu et diverses mesures des pressions s'exerçant sur l'appareil de production donnent à penser que l'économie tournerait actuellement plus près de ces limites que la Banque ne l'avait d'abord cru.

La décélération de l'expansion de l'activité économique au second semestre de 2002 tient aux incertitudes régnant sur les scènes financière et géopolitique et à la faiblesse de l'économie mondiale. Bien que la situation sur les marchés financiers s'améliore — et l'on suppose qu'elle continuera de le faire —, il subsiste d'importantes préoccupations d'ordre géopolitique et économique. C'est pourquoi la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 2,75 % le 3 décembre 2002 et le 21 janvier 2003 (Graphique 1).

Sur le plan géopolitique, le scénario de référence de la Banque concernant la croissance de l'économie canadienne cette année repose sur l'hypothèse que les incertitudes liées aux tensions au Proche-Orient se dissiperont au second semestre de 2003. Il faut préciser, cependant, que les résultats économiques à l'échelle mondiale et au Canada pourraient être fortement influencés par la tournure des événements dans cette région.

D'après le scénario de la Banque, la progression qu'enregistrera l'activité au Canada en 2003 devrait être proche de celle de la production potentielle. Par conséquent, on s'attend à ce que l'économie continue à tourner près des limites de sa capacité de production. On croit par ailleurs que le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global baisseront durant l'année à mesure que l'influence des facteurs ponctuels s'estompera, mais qu'ils se situeront vraisemblablement encore au-dessus de 2 % à la fin de 2003, soit à un niveau plus élevé qu'on ne le pensait dans le *Rapport* d'octobre.

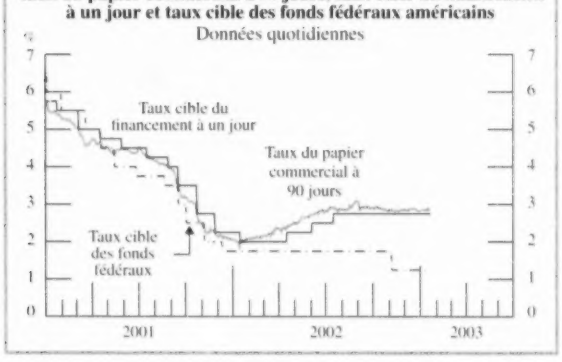
Dans l'ensemble, comme les conditions monétaires sont actuellement très expansionnistes, la Banque devra resserrer sa politique monétaire afin de ramener l'inflation à la cible de 2 % à moyen terme. Elle tiendra compte, toutefois, d'un certain nombre d'éléments pour déterminer le rythme auquel elle majorera ses taux directeurs.

Premièrement, même si la hausse récente de l'inflation résulte en bonne partie de facteurs ponctuels, on ne peut exclure la possibilité que les pressions de la demande soient en train de s'intensifier. Deuxièmement, la Banque doit prévenir le risque qu'une inflation dépassant de façon persistante la cible de 2 % n'entraîne une augmentation du taux d'inflation tendancielle attendu. Troisièmement, bien que les conditions financières se soient améliorées, la confiance des investisseurs et des entreprises reste fragile en raison du climat géopolitique incertain. Quatrièmement, l'évolution de la situation au Proche-Orient pourrait se répercuter sur la demande et l'inflation par divers canaux, tant à l'échelle internationale qu'au Canada (voir l'Annexe).

Graphique 1

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

Données quotidiennes

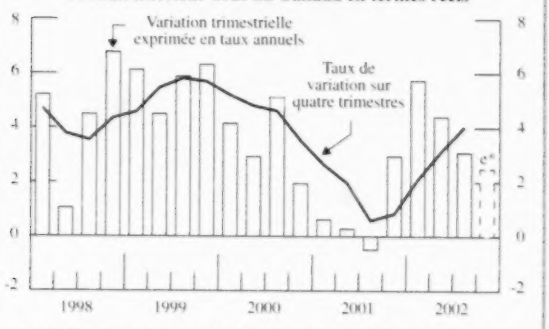


L'évolution économique et financière récente

Au second semestre de 2002, la croissance de l'économie canadienne a décéléré par rapport à la cadence très rapide enregistrée plus tôt pendant l'année. On estime que le PIB réel (Graphique 2), après avoir progressé à un taux annualisé de 5,1 % au premier semestre, se serait accru, dans la seconde moitié de l'année, de près de 3 %.

À la faveur des conditions monétaires très expansionnistes créées par les bas taux d'intérêt, la dépense des ménages a fortement augmenté en 2002. Les dépenses des

Graphique 2
Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

entreprises en machines et matériel se sont aussi nettement redressées. Toutefois, l'incertitude accrue qui pèse sur les perspectives économiques a freiné l'activité dans le secteur de la construction non résidentielle et le rythme d'accumulation des stocks au second semestre de l'année dernière. Si la croissance affichée par les exportations canadiennes a été vigoureuse durant la majeure partie de 2002, elle semble s'être tassée vers la fin de l'année à cause du ralentissement de l'expansion économique aux États-Unis.

La situation sur les marchés financiers s'est améliorée depuis la publication du dernier *Rapport*. Les prix des actions au Canada et aux États-Unis ont remonté par rapport aux creux enregistrés en octobre, et la volatilité observée sur le marché des actions et celui des obligations a diminué. Les écarts entre les rendements des obligations des sociétés et ceux des obligations d'État se sont rétrécis mais restent élevés, particulièrement pour les emprunteurs moins bien cotés. Les banques, quant à elles, sont demeurées prudentes en ce qui a trait à l'octroi de prêts aux grandes entreprises. Néanmoins, les emprunteurs ayant une bonne cote de crédit ont accès, par l'intermédiaire des marchés de capitaux, à un financement à des taux d'intérêt voisins des niveaux les plus bas depuis dix ans.

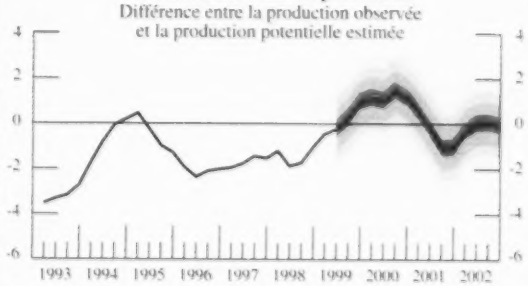
Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement, l'économie fonctionnerait près des limites de sa capacité depuis le milieu de 2002 (Graphique 3). Un certain nombre d'autres indicateurs confortent cette estimation, y compris le taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la production de biens non agricoles, la position cyclique des marges bénéficiaires et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre qualifiée dans le cadre de l'enquête menée par les bureaux régionaux de la Banque.

Cependant, selon d'autres indicateurs du marché du travail, la marge de ressources inutilisées serait légèrement plus élevée que ne le donne à penser la mesure habituelle de l'écart de production. En particulier, la hausse substantielle que connaît l'emploi depuis le début de 2002 semble avoir été en grande partie satisfaite par une augmentation de l'offre de main-d'œuvre, comme en témoignent l'augmentation marquée du taux d'activité et l'absence de pressions sur les salaires.

Le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence porte également à croire qu'il existe au sein de l'économie une marge de capacités excédentaires moins élevée que la Banque ne le pensait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'élevait à 3,1 % en novembre, dépassant le niveau projeté dans le dernier

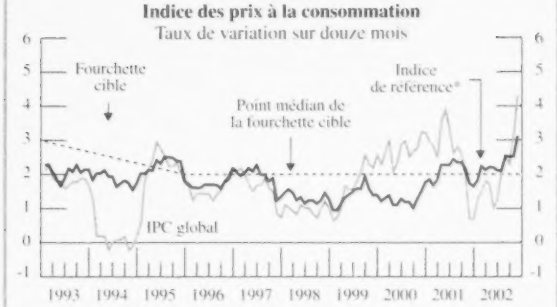
Graphique 3
Estimation de l'écart de production*
Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimative de l'écart pour le quatrième trimestre de 2002 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Graphique 4
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Rapport (Graphique 4). Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près ont toutes monté pour s'établir sensiblement au même taux (Graphique 5).

Plusieurs facteurs ponctuels ont contribué à faire grimper le taux d'accroissement de l'indice de référence au quatrième trimestre de 2002. Les fortes majorations des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation expliquent 1,0 point de pourcentage de l'inflation enregistrée en novembre. Bien qu'elles se soient modérées quelque peu depuis août, les augmentations sur douze mois des prix de l'électricité en Ontario sont demeurées élevées[1]. La poussée de l'inflation tient également à l'effet d'écho des rabais temporaires pratiqués au quatrième trimestre de 2001.

Parallèlement, l'effet conjugué des hausses de coûts et du dynamisme de la demande exerce des pressions ascendantes sur les prix dans des secteurs comme le logement, l'alimentation et certains services. De manière plus générale, le fait que les diverses augmentations ponctuelles des prix relatifs se répercutent autant sur les mesures de l'inflation tendancielle traduit la vigueur sous-jacente du processus d'établissement des prix.

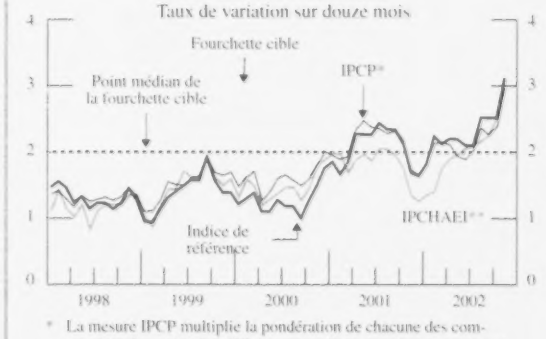
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 2,6 % en août à 4,3 % en novembre. Cette progression marquée par rapport au taux d'augmentation de l'indice de référence est liée surtout aux hausses substantielles des prix à la consommation de l'essence, du mazout et du gaz naturel.

Les perspectives économiques

Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les perspectives de croissance pour 2003 se sont quelque peu assombries aux États-Unis, dans les grands pays d'outre-mer et dans les pays à marché émergent. Néanmoins, on s'attend encore à une accélération sensible du rythme d'expansion de l'économie mondiale durant le second semestre de l'année et au début de 2004.

L'activité économique aux États-Unis, qui a enregistré un ralentissement plus marqué que prévu au quatrième trimestre de 2002, devrait connaître un regain de vigueur en 2003 grâce aux politiques de relance instaurées dans ce pays. En particulier, si les conditions financières continuent de s'améliorer, l'économie américaine devrait progresser à un rythme plus rapide que la capacité de production au second semestre, sous l'impulsion d'une augmentation des

Graphique 5
Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle
Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

1. Les prix de l'électricité en Ontario devraient avoir fortement chuté en décembre par suite d'un rabais temporaire, ce qui devrait entraîner un fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence en décembre, suivi d'une remontée en janvier.

dépenses en capital. En moyenne annuelle, le taux d'accroissement du PIB réel des États-Unis devrait se chiffrer à près de 3 % en 2003.

Dans le cas de l'Europe, la révision à la baisse des projections est attribuable à l'atonie de la demande intérieure et à la lenteur du redémarrage des exportations. La reprise graduelle amorcée au Japon devrait se poursuivre cette année, mais à un rythme plus lent que ce que nous projetions dans la dernière livraison du *Rapport*, en raison d'un affaiblissement de la demande étrangère. Dans le reste de l'Asie, l'expansion devrait demeurer relativement robuste.

Au Canada, selon le scénario de référence de la Banque, le taux d'accroissement de l'activité économique en 2003 devrait avoisiner celui de la production potentielle, qui est estimé actuellement à 3 %. Cette projection est un peu moins optimiste que la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé pour 2003; elle est aussi légèrement inférieure au chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre, ce qui tient en grande partie au fait que les perspectives de croissance aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer sont moins bonnes que prévu. On s'attend toutefois à ce que la demande se renforce au second semestre de 2003 et dans les premiers mois de 2004, après un premier semestre où l'économie aura tourné légèrement en deçà des limites de sa capacité.

La Banque prévoit que le niveau des primes de risque exigées sur les marchés financiers continuera de diminuer à mesure que les profits des sociétés et la confiance des investisseurs se raffermiront. Il devrait en résulter un climat plus propice aux investissements des entreprises.

Les perspectives en matière d'inflation

Compte tenu des facteurs ponctuels décrits précédemment, il est probable que le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence demeurera à court terme bien au-dessus de 2 %, soit le point médian de la fourchette cible. Toutefois, l'incidence combinée de ces facteurs devrait s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004.

L'effet d'écho des rabais exceptionnels pratiqués au dernier trimestre de 2001 ne devrait plus se faire sentir sur l'inflation mesurée par l'indice de référence à la fin du premier trimestre de 2003. La réinstauration de la déréglementation des prix de l'électricité en Ontario signifie que les pressions à la hausse exercées par cette composante sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'atténuer dans les mois à venir. Par contre, on s'attend maintenant à ce que le mouvement à la hausse des primes d'assurance soit plus persistant qu'on ne l'avait prévu. En outre, l'incidence de la sécheresse qui sévit dans l'Ouest du Canada et dans d'autres régions se traduit par des pressions à la hausse sur les prix de certaines composantes alimentaires de l'indice de référence.

Sous l'effet d'une réduction du degré de détente monétaire, le niveau de la production observée devrait demeurer près de celui de la production potentielle en 2003 et durant les premiers mois de 2004. Par conséquent, la Banque n'entrevoit pas de pressions persistantes sur l'inflation émanant de l'écart entre l'offre et la demande, et elle estime que le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait redescendre à 2 % au début de 2004.

L'évolution sur douze mois du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure du comportement des cours du pétrole brut. Si ces derniers devaient demeurer autour des niveaux élevés qu'on observe actuellement, soit un peu plus de 30 $ É.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait atteindre entre 4,0 et 4,5 % au premier trimestre de 2003. Par contre, s'ils redescendent au second semestre, comme s'y attendent présentement les marchés, le taux d'augmentation de l'IPC global fléchira pour se rapprocher de celui de l'indice de référence.

Un taux d'inflation se maintenant à un niveau élevé risque d'entraîner une hausse des attentes; dans pareil cas, les pressions inflationnistes s'intensifieraient, et il serait encore plus nécessaire pour la Banque d'intervenir.

Annexe

Les répercussions d'éventuelles hostilités au Proche-Orient

Le déclenchement possible d'un conflit armé majeur au Proche-Orient constitue à l'heure actuelle une source particulièrement importante d'incertitude. Les répercussions d'un tel conflit sur les économies canadienne et mondiale sont difficiles à déterminer avec précision, puisqu'elles dépendent d'un grand nombre de facteurs, dont le choix du moment, la durée et la gravité des opérations. Une campagne courte et décisive, tout comme une prompte résolution du différend par des moyens non militaires, pourrait réduire les tensions géopolitiques assez rapidement. En revanche, une guerre qui se prolongerait et prendrait de l'ampleur est susceptible d'accentuer l'incertitude entourant l'évolution de l'économie mondiale et d'ébranler la confiance des consommateurs et des entreprises. Dans ce dernier cas, les livraisons de pétrole risqueraient d'être gravement perturbées, ce qui se traduirait par un renchérissement du brut et, partant, un tassement de l'activité économique mondiale. Le relèvement des cours accroîtrait aussi la valeur des exportations de pétrole canadien et se répercuterait sur le taux d'augmentation de l'IPC global. Enfin, une hausse des dépenses militaires pourrait stimuler de façon appréciable la demande globale aux États-Unis.